

业绩同比增长，冉冉兴起的烯烃行业巨头

——卫星石化(002648.SZ) 2019年三季度报点评

公司简报

买入(维持)

当前价/目标价：13.33/18.90元

分析师

傅锴铭 (执业证书编号：S0930517070001)

021-52523823

fukm@ebsec.com

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)

021-52523535

qiuxf@ebsec.com

市场数据

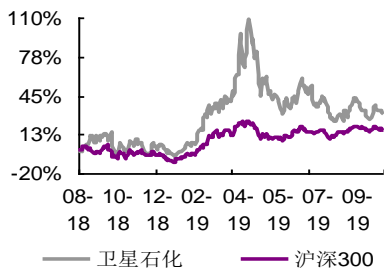
总股本(亿股)：10.66

总市值(亿元)：142.08

一年最低/最高(元)：9.08/22.73

近3月换手率：74.44%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.57	-4.30	10.68
绝对	4.24	-3.11	32.67

资料来源：Wind

相关研报

冉冉兴起的烯烃行业巨头——卫星石化(002648.SZ) 2019年三季度预告点评
 2019-10-15

C3板块业绩稳健增长，C2板块有序推进——卫星石化(002648.SZ) 2019年中报点评
 2019-08-01

中报预计高增长，轻烃裂解项目稳步推进——卫星石化(002648.SZ) 2019年一季报和中报业绩预增点评
 2019-04-22

事件：

10月25日，公司发布2019年三季度报，实现营业收入80.2亿元，同比+16%；实现归母净利润9.22亿元，同比增长+48%；即三季度单季度实现归母净利润3.65亿元，环比+0.3亿。业绩符合我们的预期。

点评：

◆2019Q3，PDH效益高，C3产业链盈利稳健。

2019Q3，受益于丙烷价格的低迷，PDH盈利高涨，根据我们观察的行业数据，2019Q3，PDH平均价差环比2019Q2扩大1303元/吨，聚丙烯和丙烯平均价差环比-502元/吨，合计PDH到聚丙烯平均价差环比+801元/吨。但丙烯酸及酯价差收窄，丙烯酸平均价差环比-731元/吨，丙烯酸丁酯和酸平均价差环比-382元/吨。整体C3板块，公司盈利略有扩大。

我们认为，轻烃裂解在烯烃的几种制备途径中具有成本优势。2019年以来，在石脑油裂解和煤制烯烃承压的背景下，8月PDH价差仍创出2015年以来的新高。公司现有两套共90万吨PDH，45万吨PP，45万吨丙烯酸和48万吨丙烯酸酯，15万吨SAP产能，C3产业链配套完整，一体化成本优势显著。我们预计公司现有的C3业务能够为稳定贡献13-14亿/年利润，按照现有市值估算PE估值10倍。

◆C2项目投产铸就烯烃巨头。

乙烷裂解制乙烯路径的成本优势突出。目前美国MB乙烷价格不到150美元/吨，按照这个价格，即使以当前较低的聚乙烯价格，乙烷裂解仍有2000元/吨左右盈利空间。公司中长期最大的看点是250万吨乙烷裂解制乙烯项目的高成长性，体量相当于中国石化现有乙烯体量的四分之一。目前，公司连云港石化项目和公司美国项目都在稳步推进中。

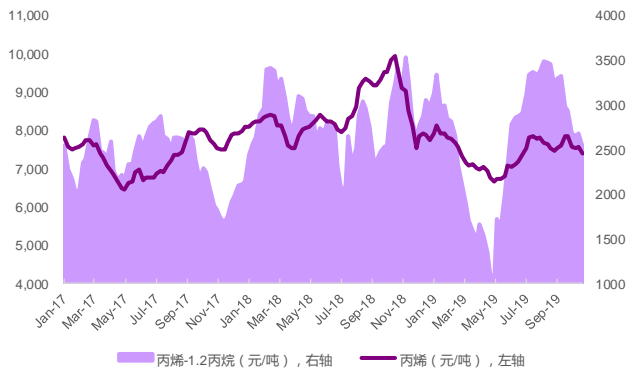
◆中美贸易摩擦达成阶段性协议助推股价。

能源和农产品的大额贸易，符合中美双方彼此的利益。此次中美达成阶段性协议，其中就包括中国购买价值400-500亿美元的美国农产品，后面可以预期的是能源产品的采购。乙烷进口是进口能源产品效益最好的品种，并且卫星石化的乙烷裂解项目已经领先同行。

◆维持盈利预测，维持“买入”评级。

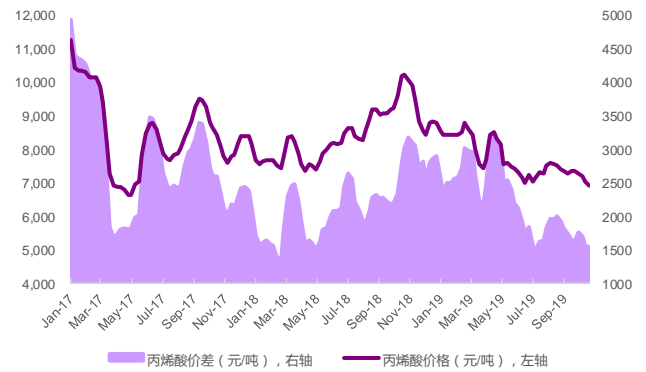
我们维持公司2019-2021年EPS为1.29元和1.46元和3.47元，当前股价对应PE为10/9/4倍。基于对公司乙烷项目成长性的看好，维持“买入”评级和目标价18.9元。

图 1: PDH 价差变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 2: 丙烯酸价差变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

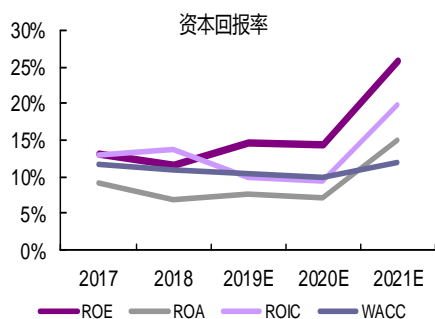
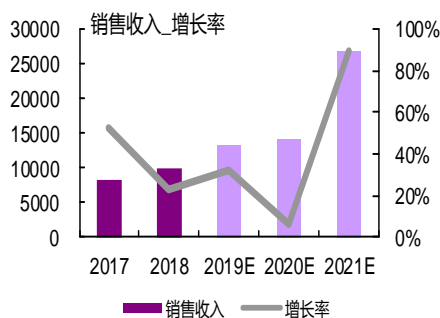
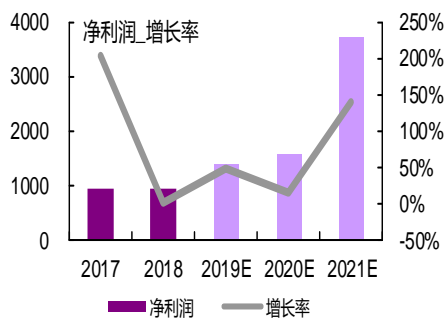
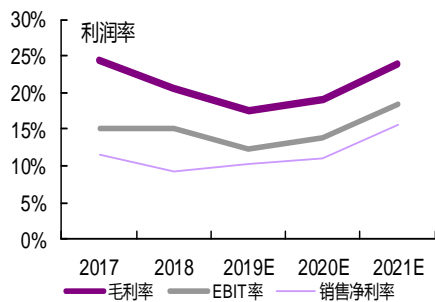
◆风险提示:

乙烷裂解制乙烯项目不及预期的风险; PDH 价差收窄的风险; 丙烯酸景气度下行的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,188	10,029	13,266	14,104	26,775
营业收入增长率	52.91%	22.49%	32.27%	6.32%	89.83%
净利润 (百万元)	942	941	1,374	1,555	3,696
净利润增长率	202.49%	-0.19%	46.07%	13.19%	137.67%
EPS (元)	0.88	0.88	1.29	1.46	3.47
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.09%	11.70%	14.72%	14.46%	25.86%
P/E	15	15	10	9	4
P/B	2.0	1.8	1.5	1.3	1.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 10 月 25 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,188	10,029	13,266	14,104	26,775
营业成本	6,182	7,955	10,944	11,417	20,373
折旧和摊销	548	543	618	890	1,164
营业税费	31	39	52	55	105
销售费用	227	249	330	351	666
管理费用	503	264	310	329	625
财务费用	136	76	88	215	278
公允价值变动损益	-25	9	9	9	9
投资收益	-42	36	0	0	0
营业利润	1,043	1,051	1,541	1,743	4,696
利润总额	1,025	1,046	1,536	1,739	4,691
少数股东损益	-7	-5	0	0	500
归属母公司净利润	942	941	1,374	1,555	3,696

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	10,184	13,739	17,703	21,969	28,200
流动资产	5,215	6,802	6,354	6,509	8,904
货币资金	1,696	3,125	2,653	2,821	5,355
交易型金融资产	0	4	0	9	17
应收账款	361	443	586	623	1,183
应收票据	1,217	2,026	2,680	2,850	5,410
其他应收款	17	9	11	12	23
存货	762	554	762	795	1,419
可供出售投资	98	98	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	96	511	511	511	511
固定资产	3,283	3,281	7,190	10,888	14,356
无形资产	376	412	391	372	353
总负债	2,973	5,691	8,359	11,207	13,397
无息负债	1,247	2,103	2,736	2,874	5,139
有息负债	1,726	3,588	5,624	8,333	8,258
股东权益	7,211	8,047	9,344	10,762	14,803
股本	1,064	1,066	1,066	1,066	1,066
公积金	4,400	4,455	4,593	4,707	4,707
未分配利润	1,705	2,515	3,656	4,960	8,501
少数股东权益	13	8	8	8	508

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	566	752	2,690	2,806	7,981
净利润	942	941	1,374	1,555	3,696
折旧摊销	548	543	618	890	1,164
净营运资金增加	2,459	-335	55	12	183
其他	-3,384	-397	643	349	2,937
投资活动产生现金流	-1,565	-1,498	-5,049	-5,000	-5,000
净资本支出	-522	-1,167	-5,000	-5,000	-5,000
长期投资变化	96	511	0	0	0
其他资产变化	-1,140	-842	-49	0	0
融资活动现金流	1,790	2,035	1,887	2,362	-447
股本变化	260	2	0	0	0
债务净变化	-710	1,862	2,036	2,710	-75
无息负债变化	-383	856	632	139	2,265
净现金流	753	1,305	-472	168	2,534

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	52.91%	22.49%	32.27%	6.32%	89.83%
净利润增长率	202.49%	-0.19%	46.07%	13.19%	137.67%
EBITDA 增长率	70.22%	14.77%	9.06%	26.85%	115.91%
EBIT 增长率	171.44%	21.73%	7.33%	20.36%	154.73%
估值指标					
PE	15	15	10	9	4
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	15	11	11	10	70
EV/EBIT	21	15	16	15	86
EV/NOPLAT	23	17	18	16	96
EV/Sales	3	2	2	2	16
EV/IC	3	2	2	2	19
盈利能力 (%)					
毛利率	24.50%	20.69%	17.50%	19.05%	23.91%
EBITDA 率	21.84%	20.46%	16.87%	20.13%	22.89%
EBIT 率	15.14%	15.05%	12.21%	13.82%	18.55%
税前净利润率	12.52%	10.43%	11.58%	12.33%	17.52%
税后净利润率 (归属母公司)	11.51%	9.38%	10.36%	11.03%	13.80%
ROA	9.18%	6.81%	7.76%	7.08%	14.88%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.09%	11.70%	14.72%	14.46%	25.86%
经营性 ROIC	13.01%	13.63%	10.02%	9.39%	19.71%
偿债能力					
流动比率	1.78	1.21	1.10	1.06	1.55
速动比率	1.52	1.11	0.97	0.93	1.30
归属母公司权益/有息债务	4.17	2.24	1.66	1.29	1.73
有形资产/有息债务	5.46	3.64	3.04	2.56	3.34
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.88	0.88	1.29	1.46	3.47
每股红利	0.09	0.09	0.13	0.15	0.39
每股经营现金流	0.53	0.71	2.52	2.63	7.49
每股自由现金流(FCFF)	-1.22	1.01	-2.79	-2.23	0.43
每股净资产	6.75	7.54	8.76	10.09	13.41
每股销售收入	7.68	9.41	12.45	13.24	25.13

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼